

위안화 절상 가능성과 국내에 미치는 영향

허 인 국제거시금융실 국제금융팀 팀장 (ihuh@kiep.go.kr, Tel: 3460-1183)
 박 영 준 국제거시금융실 국제거시팀 팀장 (yjpark@kiep.go.kr, Tel: 3460-1109)
 이 동 은 국제거시금융실 국제금융팀 부연구위원 (derhee@kiep.go.kr, Tel: 3460-1151)
 오 승 환 국제거시금융실 국제거시팀 연구원 (ohsh@kiep.go.kr, Tel: 3460-1228)

1. 위안화 환율 논의의 배경
2. 위안화 절상요인
3. 향후 위안화 절상 가능성
4. 국내에 미치는 영향



KIEP 1990-2010

주요 내용

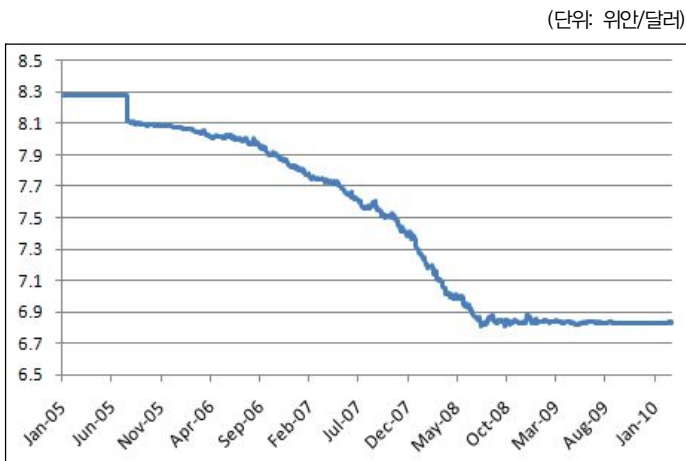
- ▶ 위안화 환율은 2008년 금융위기 이후 6.82위안/달러 수준에서 사실상 고정되어 있음.
- 이번 금융위기 원인 중의 하나로 글로벌 불균형 문제가 지목되면서 위안화 절상압력이 고조되고 있음.
- ▶ 위안화 환율 절상의 대외압력으로는 미국의 대중 무역적자와 관련된 글로벌 불균형 문제를 들 수 있음.
- G20 차원에서도 지속적인 글로벌 경제성장을 위해서는 글로벌 불균형의 해결 필요성을 제기하고 있는 상황임.
- ▶ 위안화 평가절상의 중요한 대내적 요인으로는 물가불안 및 경기과열 문제 등 국내 국내경제문제 해결임.
- 최근 중국정부는 대출규제 강화, 지급준비율 인상 등을 바탕으로 경기과열 속도를 낮추기 위해 노력
- ▶ 위안화 환율 문제는 경제 및 통상 문제에서 정치영역의 문제로 확대되었으며, 중국에 대한 무역적자국들의 압력이 점차 높아지고 있음.
- 중국 정책 당국은 위안화 절상으로 인한 중국 국내 영향을 고려하여 절상 여부를 판단할 것으로 보임.
- ▶ 위안화 절상은 우선 실물부문에서 중국의 수입 확대와 수출 위축을 가져올 것으로 예상됨.
- 위안화 평가절상에 대한 기대심리가 커져 핫머니의 유입이

- 지속됨으로써 자산시장 버블 형성이 가속화될 수도 있음.
- 중국내 경제의 악영향 우려 등으로 위안화의 지속적인 평가절상 정책은 시행하기 어려울 것으로 예상됨.
- ▶ 향후 위안화의 평가절상이 점진적으로 이루어질 경우, 위안화의 원화에 대한 영향이 달러화에 비해 커질 가능성이 높음.
- 위안화 환율과 원화 환율은 서로 양의 상관관계를 유지하면서 동조현상을 보이고 있음.
- ▶ 중국은 2008년 현재 우리나라 총 수출에서 약 22%, 총 수입에서 약 18%를 차지하는 최대 교역국이므로 위안화 절상이 우리나라 무역에 영향을 줄 수 있음.
- 위안화의 평가절상은 중국으로의 수출 증가 요인과 감소 요인이 혼재되어 있어 전체 효과에 대한 판단은 어려움.
- 위안화 평가절상은 중국 제품의 한국 내 가격 경쟁력을 낮추어 수입 감소 요인이 되나, 중국으로부터의 수입품의 대체 가능성이 높지 않아 효과는 제한적일 것임.
- 일반적으로 위안화의 평가절상은 중국 수출상품의 달러표시 가격을 견인함으로써 한국의 대선진국 수출의 가격경쟁력을 높여줄 것으로 판단됨.
- 그러나 위안화 평가절상에 따라 원화도 평가절상이 이루어진다면 이러한 효과는 미미해질 수 있음.

1. 위안화 환율 논의의 배경

- 위안화 환율은 2008년 금융위기 이후 6.82위안/달러 수준에서 사실상 고정
 - 중국 외환당국은 2005년 7월 이전에는 8.28위안/달러로 고정환율제를 채택했으나, 이후 점진적으로 2008년 6월까지 약 3년에 걸쳐 점진적으로 12% 정도의 절상을 실행
 - 그러나 2008년 6월 금융위기가 심화될 조짐을 보이자 변동폭의 제한은 유지하였으나, 고시환율을 고정시키며 실제적으로 더 이상의 절상을 허용하지 않음.

그림 1. 위안화 대 미달러 환율 추이



자료: Bloomberg.

- 이번 금융위기 원인 중의 하나로 글로벌 불균형 문제가 지목되면서 위안화 절상압력이 높아짐.
 - 2009년 9월 G20 정상회담에서 지속가능한 균형성장(Sustainable and Balanced Growth)의 틀에서 글로벌 불균형을 해소하기 위한 노력에 합의
 - 글로벌 불균형 해소를 위해서는 흑자국은 내수부양을 하고 적자국은 저축을 증대해야 하기 때문에 흑자국인 중국의 위안화 절상 문제가 논의됨.

2. 위안화 절상요인

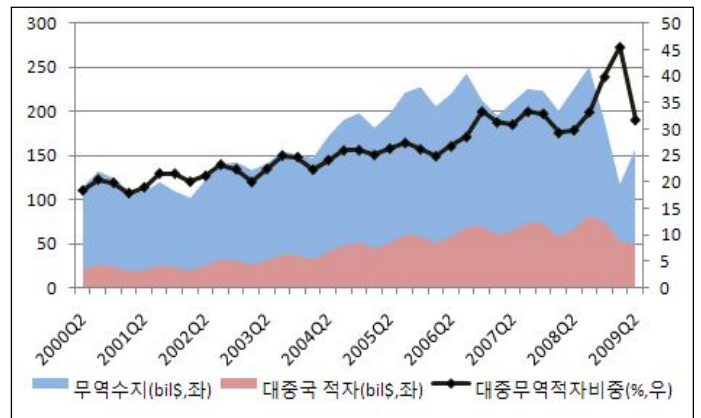
가. 대외요인

- 위안화 환율 절상의 가장 중요한 대외요인은 미국의 대중국

무역적자와 이와 관련된 글로벌 불균형 문제임.

- 2009년 미국의 전체 무역적자 규모가 감소했음에도 불구하고 대중 무역적자가 차지하는 비중은 급등하여 대중 무역적자 축소의 필요성이 크게 증대
- 2008년 하반기 미국 무역적자는 크게 감소했으나, 대중 무역적자 비중은 여전히 30% 이상을 차지하고 있으며, 2009년 1분기에는 41.4%를 기록
 - IMF는 위안화가 20% 절상될 경우 미국의 성장률이 1%포인트 상승할 것으로 분석

그림 2. 미국과 중국의 무역수지



자료: IMF, Direction of Trade Statistics.

- 따라서 미국은 경상수지 적자를 감소시키기 위해서 대폭적인 위안화의 평가절상을 지속적으로 요구
 - 오바마 대통령은 2월 초 “미국 제품가격이 인상되고, 중국 등 무역 상대국의 제품가격은 인하됨에 따라 미국이 불이익을 당하지 않도록 환율문제를 해결할 것” 이라고 언급
 - 미 의회는 4월에 중국을 환율조작국으로 지정할 것으로 추측
- G20 차원에서도 지속적인 글로벌 경제성장을 위해서 글로벌 불균형의 해결 필요성을 제기
 - 글로벌 불균형의 해결과정에서 각국은 위안화 환율 문제를 직접적으로 제기하고 있지는 않으나, 환율정책의 유연성은 필요하다고 보고 있음.
- 글로벌 불균형 문제에 대해서 중국은 저평가된 위안화 가치가

무역 불균형을 일으킨 원인이 아니라고 주장하며 위안화 절상에 부정적인 입장 표명

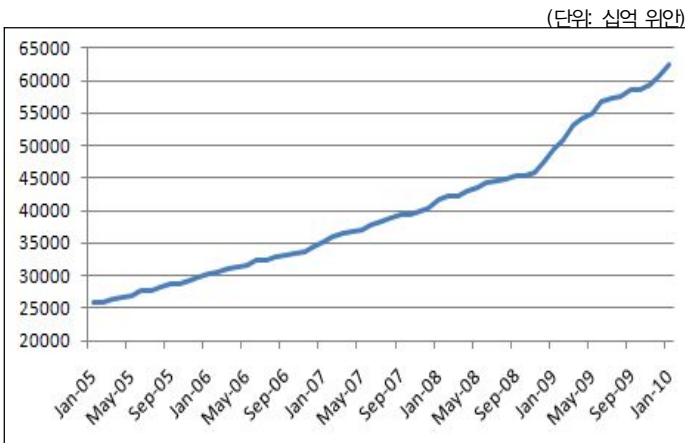
- 2005년부터 3년간 꾸준히 진행되어온 위안화의 평가절상에도 불구하고 무역흑자는 증가

나. 대내요인

■ 위안화 평가절상의 국내압력은 물가불안 및 경기과열 문제와 같은 중국 내 경제상황 해결을 위한 노력임.

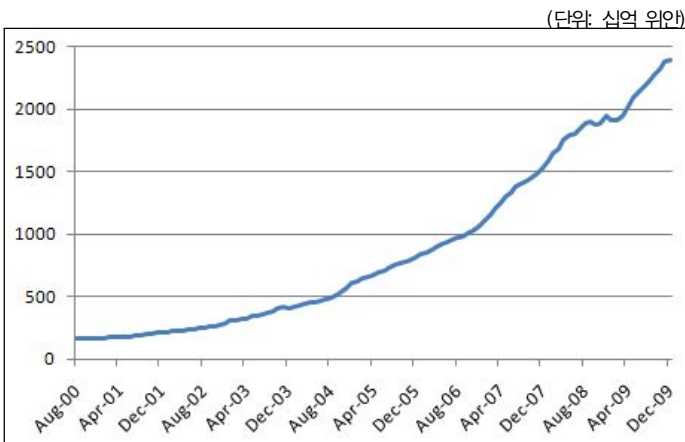
- 중국의 대규모 무역수지 흑자, 외국인 직접투자 증대, 환차익을 노린 국제 투기자금 유입 등에 따른 중국 내 유동성 증가로 인한 부작용 예상

그림 3. 중국의 통화공급(M2) 추이



자료: Bloomberg.

그림 4. 중국의 외환보유액 추이

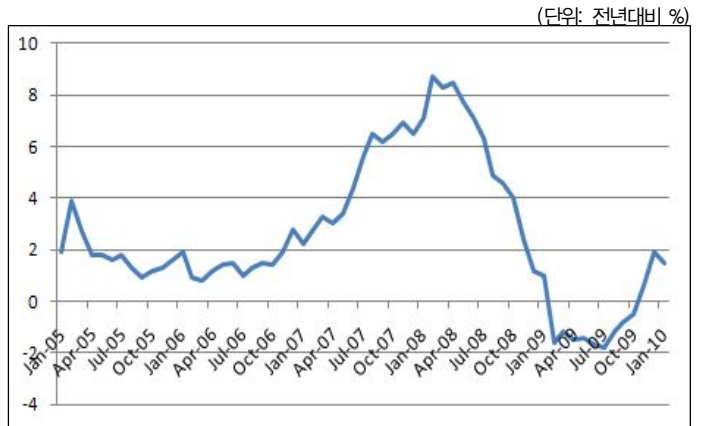


자료: Bloomberg.

- 지속적인 위안화와 달러의 수급 불균형은 외환보유액의 급증을 가져옴.

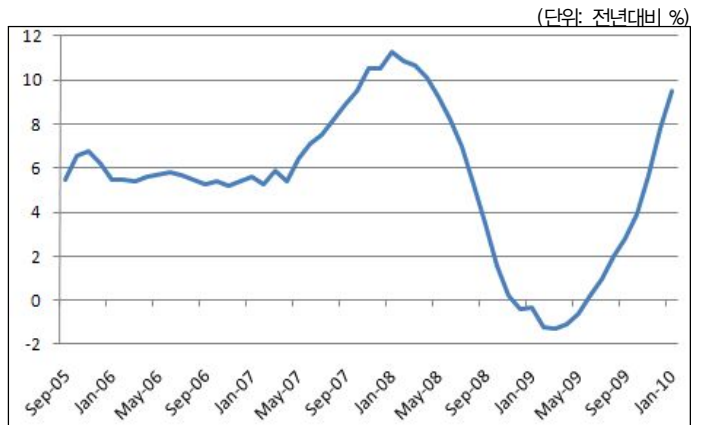
- 특히 유동성 증가로 인해 중국의 물가불안 우려가 점증되고 있으며, 주택시장의 버블 우려도 확대

그림 5. 중국 소비자물가 추이



자료: Bloomberg.

그림 6. 중국 주택가격지수 추이



자료: Bloomberg.

■ 최근 중국정부는 대출규제 강화, 지급준비율 인상 등을 바탕으로 경기과열 속도를 낮추기 위해 노력하고 있으나, 향후 추가 안정책 필요

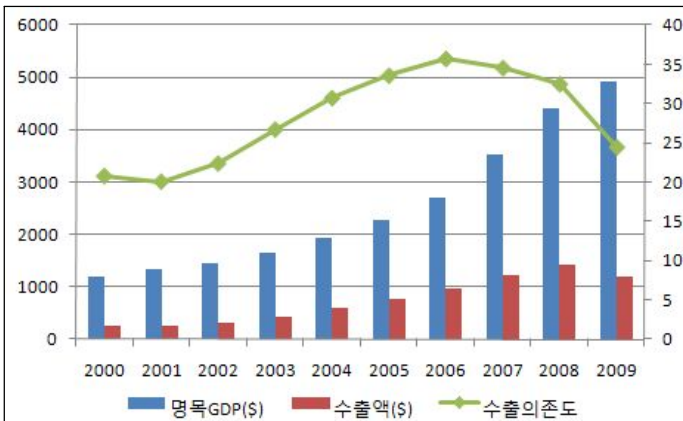
- 금리인상을 고려할 수 있으나, 기업의 원리금 부담가중 및 해외투기자금 유입 문제 등으로 인상폭에는 한계가 있음.
- 따라서 경기과열을 막기 위해서 위안화 절상도 하나의 수단으로 고려될 수 있음.

■ 국내 채권시장이 상대적으로 덜 활발한 중국으로서는 환율의 재조정 없이 중앙은행의 불테화정책만으로 외환보유고 급증에 따른 물가상승 압력에 대처하기에는 한계가 있음.

3. 향후 위안화 절상 가능성

- 위안화 환율 문제는 경제 및 통상 문제에서 정치영역의 문제로 확대되었으며, 중국에 대한 무역적자국들의 절상요구 압력 증가
 - 위안화 환율은 시장에서 결정되지 않고 중국 정책 당국의 의사에 의해서 정해지는 만큼 단지 경제적인 현상만을 바탕으로 예상하기는 어려움.
- 중국 정책 당국은 위안화 절상으로 인한 중국 내 영향을 고려하여 절상여부를 판단할 것으로 보임.
 - 정치적인 문제로 발전한 위안화 절상에 대해서 중국 정책 당국은 대외 압력에 의한 절상을 경계하고 있음.
 - 따라서 중국 정책 당국은 국내 유동성 증가로 인한 부작용을 고려하여 절상여부를 판단할 것으로 예상된다.
- 위안화 절상은 우선 실물부문에서 중국의 수입 확대와 수출 위축 예상
 - 수입이 확대되면 중국정부가 추진 중인 내수 진작에 유리한 요소가 될 수 있음.
 - 그러나 글로벌 금융위기의 영향으로 중국 수출이 금융위기 이전에 비해 약화된 상황에서 위안화 절상은 수출회복의 장애요인

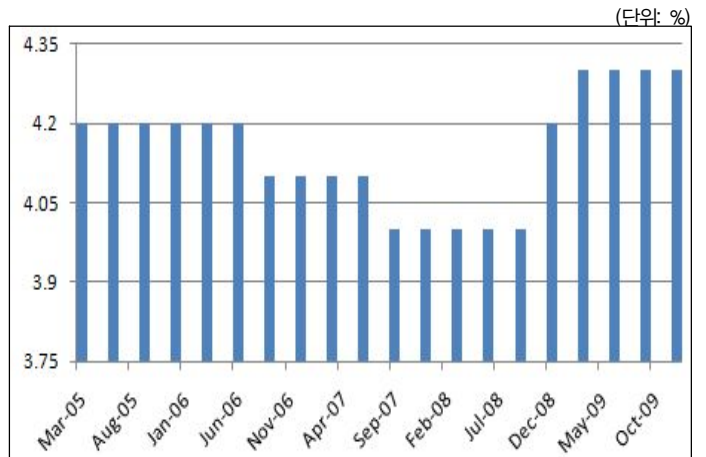
그림 7. 중국의 수출의존도



자료: Bloomberg.

- 수출의 감소는 중국 내 제조업의 일자리 감소 등으로 내수 회복에도 걸림돌

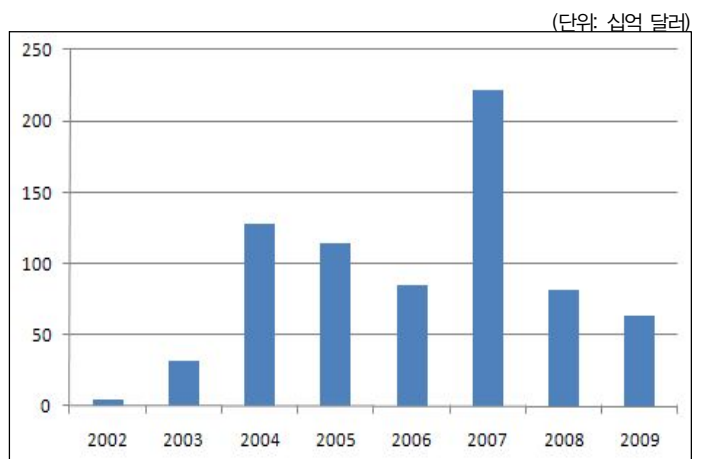
그림 8. 중국 실업률 추이



자료: Bloomberg.

- 위안화 절상은 수입가격 인하라는 효과를 기대할 수 있으나, 현재 원자재에 대한 보조금 지급으로 수입원자재 저가 공급이 이루어지고 있으므로 그 효과는 제한적임.
- 추가적인 위안화 평가절상에 대한 기대심리가 커져 핫머니의 유입이 지속됨으로써 자산시장 버블 형성이 가속화될 수 있음.
 - 위안화 절상의 폭이 컸던 2007년에 중국으로의 핫머니가 가장 많이 유입
 - 핫머니 유입은 중국 내부의 유동성 증가로 이어질 수 있고, 정책당국이 원하지 않는 분야로 집중될 경우 버블경제가 해소되지 않을 가능성 높음.

그림 9. 중국의 핫머니 유입추이



자료: 저자계산(외환보유액 증가분에서 FDI 증가분과 무역수지 증가분을 차감).

- 주요 금융기관의 향후 위안화 환율 전망을 살펴보면 2010년 말 환율은 2010년 초에 비해 절상될 것으로 전망

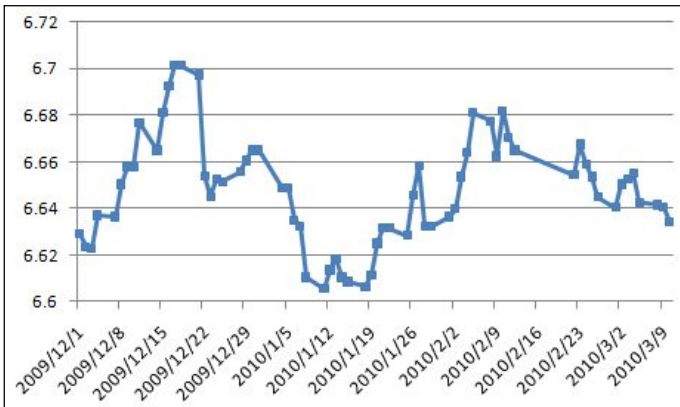
표 1. 주요금융기관 위안/달러환율 전망

기관(전망일)	Q1	Q2	Q3	Q4
JP Morgan(3,5)	6.7	6.65	6.58	6.5
Bank of America Merrill Lynch(2,23)	6.7	6.6	6.55	6.5
Credit Suisse(2,18)	6.84	6.81	6.67	6.55
Standard Chartered(2,17)	6.83	6.82	6.78	6.7
Wells Fargo(2,17)	6.82	6.82	6.8	6.78
HSBC(2,15)	6.8	6.7	6.6	6.5
BNP Paribas(2,5)	6.83	6.83	6.72	6.62

자료: Bloomberg

- 위안화 NDF 환율추이의 경우도 최근 6.63~6.66위안 사이를 보이며 향후 절상기대감을 반영

그림 10. 12개월물 위안화 NDF환율 추이



자료: Bloomberg

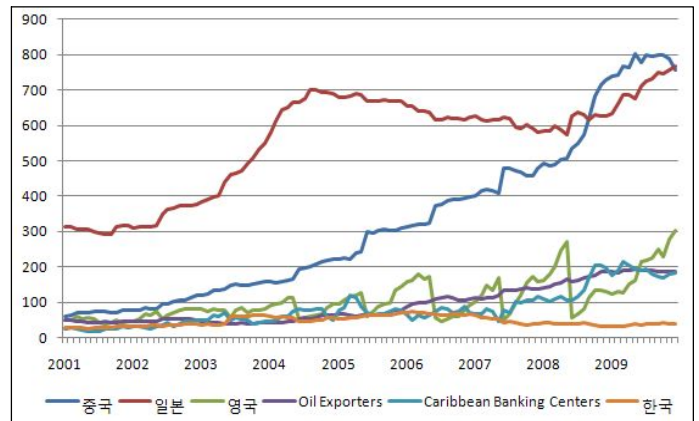
- 따라서 위안화 절상 문제는 단순한 평가절상 여부보다는 평가 절상 시기와 규모가 더욱 중요함.

- 골드만 삭스의 짐오닐 수석이코노미스트는 중국이 경기과열과 물가상승 억제를 위해 위안화 환율을 한번에 5% 평가절상할 수 있다고 전망
- 2010년 1월 중국 사회과학원 장빈 박사는 위안화를 한번에 10% 평가절상한 뒤 통화 바스켓에 대해 연간 상하 3% 정도의 환율 변동을 허용해야 한다고 언급
- 그러나 대부분의 전문가들은 연내 3~5%의 점진적인 절상을 예상하고 있으며, 중국 내부에서도 점진적인 절상에 대한 의견이 다수임.
- 따라서 상반기 중 물가상승 압력이 강하게 나타날 수 있는 4~5월 중 위안화의 절상이 예상된다.

- 중국 내 경제에 미칠 부정적 영향에 대한 우려가 높아 2005년부터 약 3년간 시행했던 것과 같은 위안화의 지속적인 평가절상 정책은 시행하기 어려울 것으로 예상

- 이전에 실시한 지속적인 위안화 절상의 긍정적인 효과가 대외·대내적으로 크지 않았던 것으로 판단됨.
- 미국도 중국이 보유하고 있는 미 국채를 고려할 경우, 큰 절상압박을 가하기 어려울 것으로 예상

그림 11. 각국의 미국채보유 규모 추이



자료: 미국 재무부.

- 특히 위안화의 지속적인 절상은 중국 내의 가장 큰 문제 중 하나인 핫머니 유입을 지속적으로 증가시킬 수 있어 추세적으로 장기간에 걸친 대폭적인 절상을 기대하기는 어려움.

4. 국내에 미치는 영향

가. 원화가치에 미치는 영향

- 향후 위안화의 평가절상이 점진적으로 이루어질 경우, 위안화의 원화에 대한 영향이 달러화에 비해 커질 가능성이 있으며, 이는 원화의 평가절상 압력으로 작용할 수 있음.

- [표 2]는 한국원화 환율의 주요 통화에 대한 반응도를 측정하는 실증분석 결과인데, Frankel and Wei(1994)¹⁾의 모형과 같이 스위스프랑 대비 주요국 통화 환율을 사용하여 다

1) Jeffrey A. Frankel and Shang-jin Wei(1994). "Yen Bloc or Dollar Bloc? Exchange Rate Policies of the East Asian Economies," NBER Chapters, in *Macroeconomic Linkage: Savings, Exchange Rates, and Capital Flows*, NBER-EASE Vol. 3, pp. 295-333 National Bureau of Economic Research, Inc.

음의 회귀식을 최소자승법으로 추정

$$\Delta \log(KRW) = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta \log(USD) + \alpha_2 \Delta \log(YUAN) + \alpha_3 \Delta \log(EURO) + \alpha_4 \Delta \log(YEN) + \epsilon_t$$

단, KRW, USD, YUAN, EURO, YEN은 각각 스위스프랑 대비 한국원화, 미달러화, 유로화, 일본엔화를 나타냄.

- 표본 1은 2000년 이후부터 현재까지 자료이고, 표본 2는 위안화가 일정 변동폭을 가지고 평가절상하던 시기만을 포함하고 있으며 일별 자료를 사용(Bloomberg)
- 위안화와 달러화는 두 표본에서 통계학적으로 유의미하게 원화와 양의 상관관계를 갖고 있는 것으로 나타남.
- 표본 1에서 원화는 달러화와 위안화, 유로화에 대해 유의미한 양의 상관관계를 보이고 있으며, 위안화는 달러화와 비슷한 정도의 설명력을 보임.
- 위안화의 평가절상 시기인 표본2의 추정 결과는, 달러화와 위안화의 계수 추정치만 통계학적으로 유의미한 양의 값을 지니며, 원화는 달러화보다 위안화에 더욱 민감하게 반응한 것을 볼 수 있음.

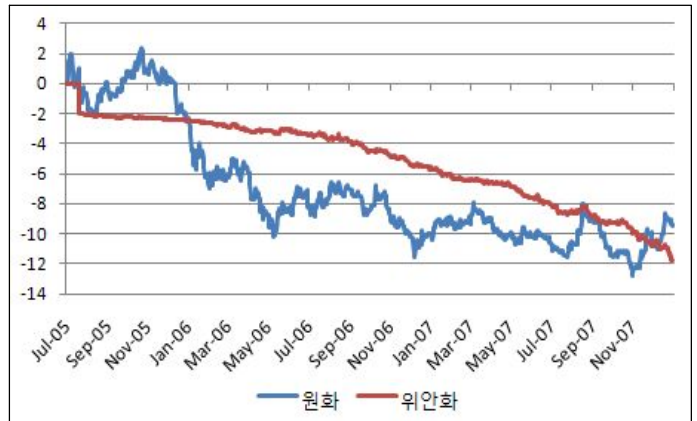
표 2. 원화의 주요국 통화에 대한 반응도

기간	표본 1		표본 2	
	추정계수	표준편차	추정계수	표준편차
전체			위안화 평가절상기	
美달러	0.44*	0.18	0.44*	0.12
위안	0.49*	0.18	0.57*	0.12
유로	0.10*	0.05	-0.03	0.07
엔	0.02	0.02	-0.01	0.03
R^2	0.50		0.71	

주: *는 5% 유의수준에서 유의함을 나타냄.

- 따라서 앞으로 위안화의 절상이 2005~08년도의 절상시기와 비슷한 형식으로 이루어질 경우, 위안화의 원화에 대한 영향력이 커질 것으로 예상되며, 이는 원화에 대한 평가절상 압력으로 작용할 수 있음.
- 지난 2005년 중반 이후 위안화 절상기간에 원화의 달러화 대비 절상률은 위안화와 비슷한 수준으로 나타났음.

그림 12. 2005년 7월 초 환율대비 변동률(2007년 12월까지)

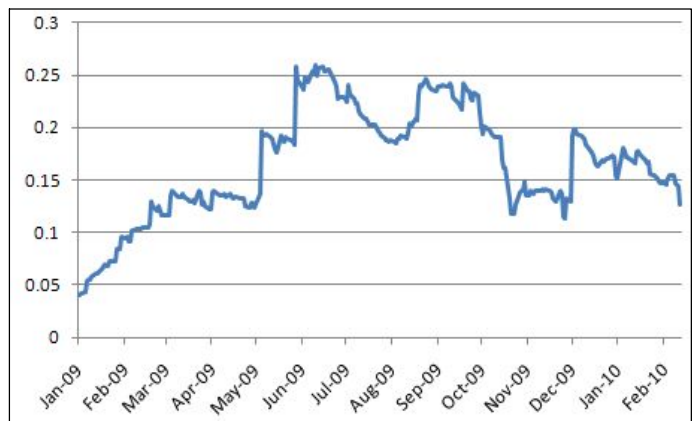


자료: Bloomberg.

■ 위안화 환율과 원화 환율은 서로 양의 상관관계를 유지하면서 동조현상을 보이고 있음.

- 두 환율 간의 동조현상을 살펴보기 위해 Engle(2002)²⁾의 다변수 DCC-GARCH 모형을 추정
- 실증분석에서는 2005년 7월 21일부터 2010년 2월 12일까지의 일별 시계열자료를 사용하였고(Bloomberg), DCC-GARCH(1,1) 모형을 추정하여 두 환율 간의 시변 동태적 조건부 상관관계 (time-varying dynamic conditional correlations)를 계산
- [그림 14]는 2008년 말 최악의 글로벌 금융위기 국면을 지나 경제가 진정되기 시작하는 2009년 이후의 시변 상관관계를 나타냄.

그림 13. 위안화·원화 환율 간의 시변 상관관계



자료: 저자계산.

2) Robert Engle(2002). "Dynamic Conditional Correlation: A Simple Class of Multivariate Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity Models," *Journal of Business and Economic Statistics*, 20, pp. 339-350.

- 두 통화의 환율이 양의 상관관계를 유지하면서 움직이는 것은 위안화의 평가절상이 곧 원화의 절상압력으로 작용할 수 있다는 [표 2]의 분석결과와 일치
- 특히 시변 상관관계는 2009년 1월 이후 중반까지 점차 상승 하였으나, 같은 해 10월 이후에 감소함.
- 금융위기 이후 원화에 대한 의구심이 완화되면서 금융위기 중 0 수준까지 떨어졌던 상관관계가 점차 위기 이전 수준으로 상승
- 유로권의 재정적자 문제 등으로 다시 위험회피 현상이 강화되면서 상관관계가 다시 하락했으나, 신용경색문제가 완화되면 다시 상승할 것으로 예상

경기가 침체된다면, 이는 우리나라 수출의 감소요인이 됨.

- 한편 우리나라 대중 수출의 대부분은 중간재와 자본재이고 (표 4 참고), 이들이 가공되어 제3국으로 수출되고 있어, 중국의 수출이 감소할 경우 우리나라의 대중 중간재, 자본재 수출도 감소할 것으로 예상

- o Ahmed(2009)³⁾에 의하면 실질실효 환율 기준으로 위안화 1% 평가절상 시 중국 수출은 1.1~1.8% 감소

표 4. 우리나라의 대중 수출입 구조

	대중 수출	대중 수입
중간재 및 원자재	50	52
자본재	47	35
소비재	3	13

자료: UN COMTRADE BEC 분류와 저자계산.

- 따라서 위안화 평가절상 시, 우리나라 수출의 증감 여부는 증가요인과 감소요인의 상대적 크기에 따라 달라질 수 있음.

표 5. 위안화 평가절상 시 대중 수출 증가요인과 감소요인

대중 수출 증가요인	대중 수출 감소요인
- 우리나라 상품의 가격경쟁력 제고	- 중국의 내수 축소 - 중국 수출 감소로 인한 중간재 및 자본재 수요 감소

- 위안화 평가절상은 중국 제품의 한국 내 가격경쟁력을 낮추어 수입 감소요인이 되나, 중국으로부터의 수입품의 대체 가능성이 높지 않아 효과는 제한적

- 중국으로부터의 수입품목은 농산물 등 중간재 및 원자재에 집중되어 있으며(표 4 참고), 현재 논의 중인 위안화 절상 폭으로는 중국 이외의 나라로 대체 가능성이 낮음.

- 다만 중국의 농산물 수입가격 인상은 국내 물가상승 압력으로 작용할 수 있음.

- 중간재 수입가격 상승 역시 원가 상승으로 인한 국내 물가상승 압력과 수출가격 상승 압력으로 작용할 수 있음.

3) Shaghil Ahmed(2009), "Are Chinese Exports Sensitive to Changes in the Exchange Rate?" International Finance Discussion Papers 987, Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System.

나. 우리나라 무역에 미치는 영향

1) 대중 무역에 미치는 영향

- 중국은 2008년 현재 우리나라 총 수출에서 약 22%, 총 수입에서 약 18%를 차지하는 최대 교역국(표 3 참고)

- 따라서 위안화 평가절상으로 인한 대중 무역효과가 우리나라 무역변동에 중요한 요인이 될 수 있음.

표 3. 우리나라 주요 무역 대상국 비중(2008년 기준)

	우리나라 총수출에서 차지하는 비중	우리나라 총 수입에서 차지하는 비중
중국	22	18
미국	11	9
유로지역	10	8
일본	7	14
ASEAN	12	9
기타	38	42

자료: UN COMTRADE와 저자계산.

- 위안화의 평가절상은 직접적으로 대중국 수출에 영향을 미칠 것으로 예상되지만, 수출 증가 요인과 감소 요인이 혼재해 있어 전체 효과에 대한 판단은 어려움.

- 위안화의 절상은 기본적으로 우리나라 상품의 상대가격을 낮추어서 대중 수출 증가요인임.

- 그러나 위안화 절상으로 중국의 수출이 둔화되어 중국 내

2) 중국 외 수출에 미치는 영향

- 일반적으로 위안화의 평가절상은 중국 수출상품의 달러표시 가격을 견인함으로써 한국의 대선진국 수출의 가격경쟁력 상승 예상
 - 하지만 중국과 우리나라의 주요 수출품목이 큰 경합관계에 있지 않아 엔고로 인한 수출경쟁력 강화의 영향보다는 그 효과가 적을 것으로 예상
 - 우리나라의 주력 수출품인 자동차와 반도체는 우리나라가 중국에 비해 압도적인 우위를 차지하고 있어 위안화 평가절상으로 인한 효과가 적을 것임.
 - 다만 가전과 통신기기의 경우에 중국과 경합관계의 정도가 높아 수출이 다소 유리해질 수 있음.
- 그러나 위안화 평가절상에 따라 원화도 평가절상이 이루어진다면 이러한 효과는 미미해질 수 있음. **KIEP**